



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)

Departamento de Economia

MATHEUS PINTO LESSA

**O PAPEL DO BNDES NA ECONOMIA BRASILEIRA:
CRÍTICAS E PONTOS POSITIVOS**

Brasília

2018

MATHEUS PINTO LESSA

**O PAPEL DO BNDES NA ECONOMIA BRASILEIRA: CRÍTICAS E
PONTOS POSITIVOS**

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília, pelo aluno Matheus Pinto Lessa, portador da matrícula 11/0133013, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Daniela Freddo

Brasília

2018

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar o papel do BNDES na economia do Brasil e entender o contexto da operação desse Banco. Para isso, é feita uma análise histórica do desenvolvimento do mercado de crédito do país desde a criação do BNDES, com destaque para o carente segmento de longo prazo. Em seguida, são expostos os pontos positivos com os benefícios que a operação do banco de desenvolvimento traz para a economia brasileira, com enfoque no financiamento de projetos de longa maturação em setores estratégicos e a atuação anticíclica no mercado de crédito. Além disso, são feitas críticas à atuação do BNDES, com decisões e políticas desagradáveis e pouco transparentes e o alto custo dos empréstimos subsidiados. É analisado também o efeito sobre o mercado de títulos corporativos, percebendo-se o baixo desenvolvimento deste em relação ao restante do mercado de capitais e da economia brasileira como um todo.

Palavras-chave: BNDES. Financiamento de longo prazo. Mercado de crédito.

ABSTRACT

The objective of this work is to analyze the role of the Brazilian Development Bank (BNDES) in Brazil's economy and understand the context of its operation. In order to do so, an historic analysis of the development of the credit market since the creation of BNDES was made, highlighting the poor long-term credit segment. Following that, it is exposed the positive points and benefits that the operation of the development bank brings to the Brazilian economy, emphasizing the financing of long maturation projects in strategic sectors and the anticyclic role in the credit market. Furthermore, critics were made to BNDES's actions due to unpleasant and not transparent decisions and policies and the high costs of subsidized loans. It is also analyzed the effect on the corporative titles market, noticing the small development of the latter over the rest of the capital markets and Brazilian's economy as a whole.

Keywords: BNDES. Long-term financing. Credit Market.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	6
2	A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO.....	8
3	OS PONTOS POSITIVOS DA ATUAÇÃO DO BNDES NA ECONOMIA BRASILEIRA.	14
3.1	BNDESPar.....	17
3.2	O papel anticíclico do BNDES.....	18
4	CRÍTICAS À ATUAÇÃO DO BNDES NA ECONOMIA.....	23
4.1	O efeito <i>crowding out</i> e a limitação do desenvolvimento do mercado de títulos corporativos.....	25
4.2	O uso político do BNDES.....	27
4.3	O baixo efeito dos empréstimos do BNDES no desempenho e decisões de investimento das empresas.....	28
5	CONCLUSÃO.....	30
6	REFERÊNCIAS.....	32

1 INTRODUÇÃO

A oferta de crédito é causa e consequência do crescimento econômico, já que permite maior elasticidade no crescimento dos gastos dos agentes ao antecipar mais poder de compra. Ao mesmo tempo, o crescimento do crédito é estimulado pelo lado da demanda com o crescimento do produto e da renda. Em países com o mercado financeiro incompleto e com instabilidade econômica, como é o caso dos países em desenvolvimento, incluindo o Brasil, o crescimento do crédito privado estimula as decisões de gasto dos agentes (DE PAULA; OREIRO; BASILIO, 2013).

Segundo Hermann (2003), a carência de mecanismos de financiamento de longo prazo no Sistema Financeiro Nacional é uma limitação antiga e conhecida, que mina o crescimento econômico do país. Dessa forma, o financiamento no Brasil ainda se apoia no tripé autofinanciamento, crédito público e crédito externo, modelo comum em países menos desenvolvidos. As limitações impostas ao crescimento econômico se devem, principalmente, à pressão sobre a inflação, já que por conta da escassez de mecanismos de financiamento, as firmas aumentam os preços para conseguirem se autofinanciar, o que pressiona a inflação.

Apesar das tentativas de reforma financeira por parte do governo em 1964/66 e 1988, não houve um desenvolvimento satisfatório do mercado privado de crédito voltado para o financiamento de longo prazo. Esse fato torna, de acordo com Prates (2000), o financiamento do desenvolvimento econômico do Brasil muito dependente de instituições financeiras públicas, em especial, os grandes bancos federais.

É nesse cenário que entra o BNDES como o maior financiador de projetos de longo prazo no Brasil, usando como principais fontes de recursos o Tesouro Nacional, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Fundo PIS-PASEP, os quais representaram 82,5% dos recursos totais em junho de 2017. Grande parte desses recursos é repassado em operações de crédito subsidiadas indexadas à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Os grandes montantes desembolsados pelo BNDES com o intuito de cumprir seu papel como financiador do desenvolvimento brasileiro gera um debate sobre os efeitos de sua atuação na economia do país. Nesse contexto, neste trabalho busca-se expor e analisar os argumentos a respeito dos efeitos positivos e negativos causados pelo predominante uso de financiamento público por parte dos agentes da economia nacional.

A volatilidade dos mercados de crédito é uma consequência natural dos riscos que as instituições financeiras precisam gerenciar nesse ramo de atividade, entre os quais estão o crédito, o de liquidez, o de taxas de juros e o de taxa de câmbio. Essas características imprimem fragilidades próprias ao sistema bancário, que são acentuadas em períodos de instabilidade econômica e mascaradas em épocas de crescimento econômico. Devido a isso, o crédito se move na mesma direção da atividade econômica, contraindo-se rapidamente quando a atividade está em baixa e se expandindo quando há crescimento econômico. Para evitar esse comportamento pró-cíclico, o governo pode atuar por meio dos bancos públicos para manter o nível do crédito em períodos de crise. Nesse caso, o BNDES atua de forma compensatória em relação ao restante do sistema financeiro, exercendo um importante papel estabilizador na economia.

Esta monografia encontra-se dividida em 5 capítulos, incluindo a presente introdução, a qual apresenta o objetivo do trabalho.

No segundo capítulo, examina-se como se desenvolveu o mercado de crédito brasileiro, com as reformas que o levaram até estrutura existente hoje e a permanência da persistente carência do financiamento privado de longo prazo, procurando contextualizar a dependência das instituições públicas nessa modalidade.

No terceiro capítulo, abordam-se os argumentos que enfatizam os efeitos positivos da atuação do BNDES, com destaque para a operação anticíclica do banco, em que sua atuação é mais intensa em períodos de menor crescimento econômico e mais comedida após a recuperação da economia.

No quarto capítulo, serão explorados os argumentos críticos à atuação do BNDES.

No quinto e último capítulo tem-se a conclusão do trabalho.

2 A EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

De acordo com Andrade (2013), antes de 1964, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) era carente de uma estruturação racional que atendesse adequadamente as necessidades da sociedade como um todo. Uma série de leis editadas entre 1964 e 1966 promoveu alterações institucionais no SFN, dando a forma inicial da atual estrutura do sistema bancário brasileiro. As outras alterações mais importantes na formação do nosso sistema bancário, segundo De Paula (1998) foram a reforma de 1988, que deu origem aos bancos múltiplos, e em meados dos anos 1990 a diminuição nas barreiras legais à entrada de bancos estrangeiros no Brasil, além da grande mudança no contexto econômico realizado pelo Plano Real.

Algumas medidas relevantes tomadas entre 1945 e 1964 fizeram esse período se caracterizar como de transição, de acordo com Andrade (2013), entre a estrutura simples de intermediação financeira e a complexa estrutura após a reforma de 1964-66. Algumas das principais alterações foram:

- a) A criação do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) em 1952, que em 1982 passou a se chamar Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Com o objetivo principal de financiar à longo prazo projetos de investimento em todos os segmentos da economia.
- b) Em 1959 houve a estruturação das Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento (SCFI), com o objetivo de fornecer linhas de crédito de médio e longo prazo.
- c) Criação de bancos regionais de desenvolvimento, como o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), Banco de Crédito da Amazônia e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE).

De acordo com Hermann (2003), a reforma de 1964 a 1966 tentou implementar no Brasil o modelo que sustentou a industrialização americana, em que o financiamento de longo prazo tem como principal agente o mercado de capitais e o crédito bancário em menor escala. Chamado de sistema financeiro segmentado, nesse modelo cabe aos bancos de investimento a organização e colocação das ações e títulos de dívida no mercado, enquanto os bancos comerciais têm o papel de fornecer o crédito de curto prazo, visto que os prazos do passivo dessas instituições

são mais curtos do que os das não-bancárias. De Paula (1998) afirma que a segmentação foi estabelecida de acordo com uma escala ascendente de maturidades das operações financeiras, tanto do lado do poupador quanto do prestador.

Ele afirma também que o resultado das reformas não foi o idealizado. O sistema resultante foi muito menos segmentado e concentrado do que foi concebido. Ao longo dos anos formaram-se vários conglomerados financeiros, que costumavam ser encabeçados por um banco comercial, englobando, também banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário (SCI), empresa de *leasing*, distribuidora e corretora de valores, companhia de seguro etc., cada uma especializada em um segmento de mercado. Estes conglomerados passaram a atuar, na prática, como uma única empresa, contrariando as restrições legais existentes.

Na década de 1970, foi também fruto das reformas de 1964-66 a criação de um conjunto de instituições financeiras não-monetárias com importante participação no total do crédito no Brasil, acompanhado de um expressivo crescimento dos ativos financeiros não-monetários, como as cadernetas de poupança, ORTNs, letras de câmbio, depósitos a prazo fixo etc.

Segundo Hermann (2003), essa reforma fracassou por não ter sido capaz de consolidar um sistema privado de financiamento de longo prazo no país, baseado no mercado de capitais e nos bancos de investimento. Desse modo, as fases de expansão da economia brasileira sempre foram apoiadas no autofinanciamento e crédito público e externo. Foi assim no Plano de Metas de Juscelino Kubitschek (1956-1961), antes da reforma; no “milagre econômico” do governo Médici (1968-1973) e no II PND (1974-1978) de Geisel, estes últimos já depois da reforma. Para Hermann, o fracasso se deu por três fatores principais: falha na gestão da política financeira; persistência do processo inflacionário; falha no diagnóstico do problema financeiro do país.

As reformas foram baseadas no pensamento de que o financiamento de longo prazo no Brasil era dificultado pela baixa poupança doméstica, que por sua vez era prejudicada pela baixa ou negativa taxa real de retorno dos ativos. Vale lembrar que em 1964 foi promulgada a Lei da Correção Monetária, que instituiu normas para indexação de débitos fiscais e criou títulos públicos federais com correção monetária (ORTN). Tal medida foi uma das grandes responsáveis pela grave inflação enfrentada posteriormente. Além disso, incentivos fiscais para ativos de renda variável

premiavam indistintamente aplicações de curto e de longo prazos, não havendo, assim, qualquer vantagem especial em aplicações mais duradouras.

Em 1988, uma nova reforma no sistema bancário do Brasil tratou de substituir o modelo segmentado de mercado, instituído na reforma anterior e inspirado no sistema financeiro anglo-saxão, pelo modelo de bancos universais, de inspiração alemã. De Paula (1998) afirma que esta reforma adaptou o marco legal à realidade institucional do sistema financeiro brasileiro, uma vez que os grandes conglomerados financeiros já atuavam na prática como instituições múltiplas.

Além disso, o Banco Central passou a controlar com mais rigidez as autorizações de funcionamento das instituições financeiras, passando agora a serem feitas com base em requisitos de capital mínimo e requerimentos de grau de alavancagem, com o objetivo de redução do risco sistêmico.

Os bancos múltiplos criados nessa reforma eram a organização em uma única instituição financeira de bancos comerciais, de investimento ou de desenvolvimento, que para ser criada deve ter no mínimo duas carteiras, sendo que uma delas tem que ser obrigatoriamente comercial ou de investimento, além de não existir necessidade de vinculação entre as fontes de captação de recursos e suas aplicações, salvo previsto por legislação específica.

A reforma visava à redução dos custos operacionais, através da diminuição de necessidade de reserva e pessoal, e a geração de um *funding* mais estável para os bancos por meio dessas fusões realizadas para a criação dos bancos múltiplos. Os bancos agora podiam se reorganizar administrativamente e centralizar os recursos em um caixa único. Já no primeiro ano de vigência das novas regras (1989), 113 bancos múltiplos foram constituídos, enquanto o número de bancos comerciais e de investimento reduziu-se sensivelmente. A participação dos bancos múltiplos nos empréstimos totais do Sistema Financeiro Nacional (SFN) aumentou rapidamente: de 28% em 1989 para 42% em 1990.

Apesar da melhora das condições gerais de operação e captação de recursos, Hermann (2003) afirma que os bancos mantiveram até meados da década de 1990 o perfil de operações de curto prazo. Isso se deve à persistência das condições que inibiam a demanda por ativos privados de longo prazo na década de 1980: o ambiente inflacionário e a indexação da dívida pública. Ainda no que se refere aos prejuízos causados pela conjuntura econômica dos anos de 1980, há o significativo encolhimento do mercado de crédito privado, em especial o segmento de longo prazo.

Isso se deu devido à maior dificuldade de avaliação de risco e retorno dessas operações em ambientes de instabilidade monetária e financeira. Diferentemente do segmento de operações de longo prazo, o sistema bancário como um todo cresceu bastante em termos de dimensão (estrutura física-operacional) e de tamanho (medido pela sua participação no PIB do país), efetuando um profundo ajuste patrimonial, ao mesmo tempo em que obteve elevados índices de rentabilidade, apropriando-se das receitas obtidas por meio dos ganhos com a “arbitragem inflacionária do dinheiro”, associados fundamentalmente aos ganhos com o *float* e aos elevados *spreads* na intermediação financeira (DE PAULA, 1998).

A partir do final de 1991, o Brasil conseguiu recuperar o crédito externo, graças à melhora das expectativas do mercado internacional em relação ao país, dada por três fatores: a política de abertura financeira e juros reais elevados; avanços na renegociação da dívida externa brasileira; e a estabilização de preços com o Plano Real, após 1994. Porém, novamente o ambiente instável da economia antes do Plano Real tornou favorável a concentração do crédito externo em operações de curto prazo, mantendo a mesma tendência de operação dos bancos anteriormente (HERMANN, 2003). A retomada de investimentos externos a partir de 1991 foi acompanhada por uma reforma das normas que regem o investimento no país, em Carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantida por investidores institucionais estrangeiros (fundos de pensão, instituições financeiras, companhias seguradoras, fundos mútuos de investimento etc.), permitindo ampla liberdade para alocação dos recursos nos ativos e nas operações admitidas (DE PAULA, 1998).

Apesar de o Plano Real ter promovido a estabilidade de preços, a reação dos bancos e do mercado de capitais foi modesta, havendo dificuldades na transição do sistema bancário para a estabilidade, além de enfrentamento de efeitos de crises de outros países na economia brasileira, como a mexicana em 1994, que causou uma onda de empréstimos em atraso e em liquidação que fragilizaram o setor bancário, além da crise cambial dos Tigres Asiáticos em 1997 e da Rússia em 1998.

Diante dessa situação, o governo brasileiro adotou um conjunto de medidas com o objetivo de recuperar e fortalecer o SFN, entre as quais De Paula (1998, p. 6) destaca: (i) implementação incentivos fiscais para a incorporação de instituições financeiras; (ii) implantação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – PROER, que dava acesso a uma linha de crédito especial para as instituições financeiras participantes com o objetivo

de facilitar a reestruturação dessas; (iii) aprovação do estatuto e regulamento do Fundo de Garantia de Créditos - FGC, que estabeleceu uma garantia de até R\$ 20 mil para o total de créditos de cada pessoa; (iv) incentivo às fusões de instituições financeiras e dificultou-se o surgimento de novas. Além disso, o governo mudou sua política em relação à entrada do capital estrangeiro no setor bancário brasileiro, criando um artifício que permitia ao Presidente da República autorizar caso a caso a entrada de bancos estrangeiros no país e, assim, afrouxar as restrições legais existentes. Desse modo, o governo permitiu a entrada de uma quantidade interessante de instituições estrangeiras no mercado bancário brasileiro, concordando com a expansão internacional por parte dos grandes grupos financeiros que buscavam novos mercados.

De acordo com Camargo (2009, p.7), as expectativas criadas com a abertura do mercado aos bancos estrangeiros não foram atendidas. Esperava-se que houvesse um maior acirramento da concorrência, o que ocasionaria uma “[...] redução do *spread*, uma maior qualidade e diversificação dos produtos e serviços financeiros, modernização tecnológica e um aumento na eficiência do sistema, principalmente pelo aumento da concessão de crédito”. Porém, o que houve foi a adoção de uma postura conservadora por parte dos bancos estrangeiros, que se acomodaram às altas margens de lucro internas, direcionando-se para os títulos públicos. Portanto, essas instituições não provocaram mudanças significativas no sistema financeiro do país, contribuindo pouco para o seu fortalecimento.

Os bancos públicos federais também passaram por uma reestruturação na década de 1990, na qual seria adotado um modelo operacional e de gestão administrativa mais parecido com os utilizados pelo setor privado. Hermann (2010a) destaca as mudanças na gestão de ativos e critérios para avaliação de projetos, em que no primeiro há a adoção de medidas de regulamentação prudencial definidas pelo acordo de Basileia, enquanto no segundo os projetos passam a ser selecionados baseados em análise de risco e retorno e de rentabilidade.

Em 2001, o governo lança o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF), que, de acordo com Lima e Ferreira (2012), visava à imposição aos bancos públicos uma maior disciplina de mercado, com uma maior competição - à qual os bancos privados já estavam submetidos – mas sem abandonar seus objetivos em relação ao desenvolvimento econômico e social.

Camargo (2009) afirma que os bancos públicos retomaram seu papel de forma mais intensa nos dois últimos anos da década de 2000, ao atuarem de maneira contracíclica para alavancar crédito e a liderar a redução de tarifas bancárias e taxas de juros, reduzindo os efeitos negativos da crise internacional de 2008.

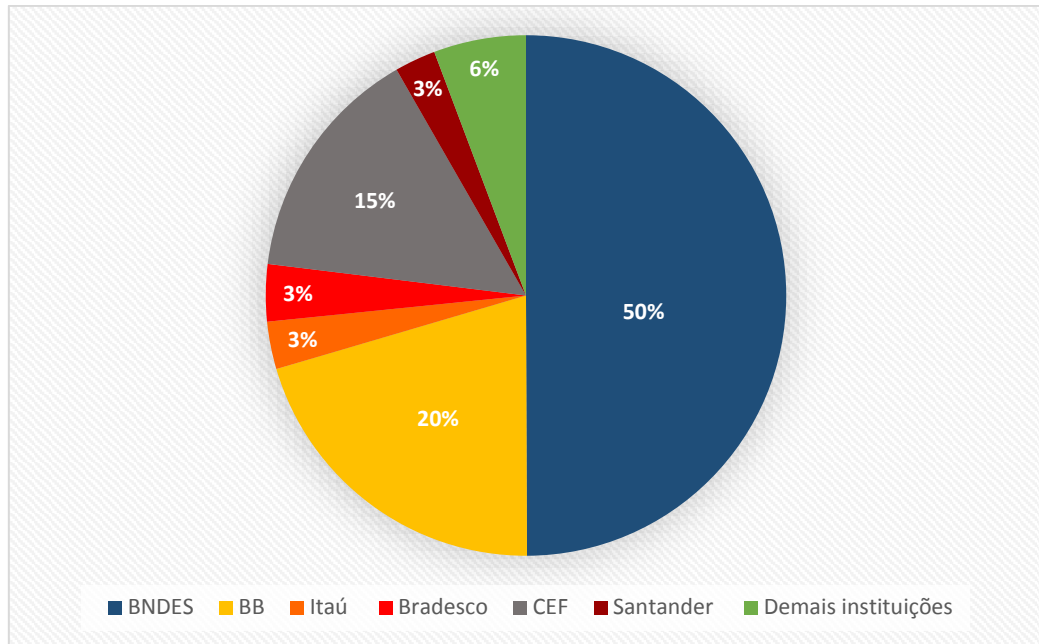
Apesar das mudanças ocorridas no mercado bancário ao longo do tempo, Camargo (2009) afirma que as operações de longo prazo continuam concentradas nos três maiores bancos públicos: Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e, principalmente, BNDES e que a expectativa de que os bancos estrangeiros pudessem mudar esse quadro não foi correspondida. Portanto, bancos no Brasil ainda não são capazes de suprir a demanda por crédito de longo prazo, direcionado aos investimentos.

3 OS PONTOS POSITIVOS DA ATUAÇÃO DO BNDES NA ECONOMIA BRASILEIRA

O financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro sempre foi fortemente dependente dos bancos públicos, especialmente do Banco do Brasil (BB), da Caixa Econômica Federal (CEF) e, principalmente, do BNDES (PRATES, 2000). Cardoso (2014) afirma que os bancos públicos, por possuírem maiores garantias de solvência ao serem diretamente vinculadas ao governo, acabam sendo as instituições com maior capacidade de assumir os riscos de grandes empréstimos de longo prazo para financiamento do investimento.

O BNDES tradicionalmente tem o papel principal no provimento de crédito de longo prazo para financiamento do investimento na economia brasileira. Os desembolsos do BNDES para infraestrutura e indústria, analisados por Torres Filho, Borça Junior e Nascimento (2008) para mensurar o financiamento de longo prazo, representaram, em média, 32% do total da economia brasileira nos anos de 2004 a 2007. Já em 2009, com os efeitos da crise financeira internacional, a participação do BNDES no total de crédito concedido com vencimento de mais de 5 anos saltou para 67%. Nos últimos anos a participação do BNDES nessa categoria de crédito está em torno dos 50%, sendo exatamente esse percentual no ano de 2017, conforme mostra o Gráfico 1. Quase a totalidade dos empréstimos foi feita para financiamento de projetos de infraestrutura e desenvolvimento. O Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal são as instituições que completam o “pódio” na participação no crédito de longo prazo, com grande parte dos empréstimos tendo mesmo setor de destino dos realizados pelo BNDES.

GRÁFICO 1 – PARTICIPAÇÃO NOS EMPRÉSTIMOS DE MAIS DE 5 ANOS EM 2017



Fonte: Banco Central. Elaboração do autor.

Hermann (2010b) afirma que os bancos públicos possuem importante papel nas políticas de desenvolvimento econômico em diversos países – todos os países em desenvolvimento dependem desse tipo de financiamento. A autora justifica a necessidade da presença de instituições financeiras públicas nesse processo por meio de três fatores:

- a) As incertezas e os elevados custos do financiamento do desenvolvimento econômico devido à frequente necessidade de investimentos em novos setores, produtos e/ou processos produtivos. Isso faz os ofertantes de fundos rejeitarem a participação no processo, especialmente, por causa da dificuldade em mensurar os riscos em operações financeiras de longo prazo e sua incorporação às taxas de retorno exigida dos ativos.
- b) A necessidade de autonomia financeira para a implementação de políticas de desenvolvimento, uma vez que os montantes envolvidos em investimentos nos setores considerados estratégicos tendem a ser maiores que a média histórica do país e, desse modo, afetam o orçamento do governo, que é utilizado também para cobrir vários outros tipos de despesas. A atuação dos bancos públicos nesse cenário muito comum em países em desenvolvimento contribui para a autonomia financeira e política na implementação das políticas de desenvolvimento, visto que os bancos

públicos possuem fontes de *funding* mais diversificadas, como empréstimos de outros bancos nacionais ou estrangeiros, captação de poupança doméstica, e até o reinvestimento de lucro operacional no caso de bancos consolidados.

- c) A atuação anticíclica dos bancos públicos no mercado de crédito é uma importante função macroeconômica, em que os bancos mantêm ou até expandem a oferta de crédito em períodos recessivos da economia. Nessa situação, é defendido inclusive as operações dos bancos públicos com crédito de curto prazo, já que o objetivo nesse caso é de reduzir a queda do grau de utilização da capacidade instalada, e não expandir a capacidade instalada.

Hermann (2010b) caracteriza ainda o mercado financeiro como sistematicamente “incompleto” em relação às necessidades de financiamento do desenvolvimento, especialmente, devido à aversão ao risco associado às operações de longo prazo envolvidas nesse processo.

Almeida, Lima-de-Oliveira e Schneider (2014) destacam o papel no BNDES no apoio ao crescimento das empresas nacionais por meio de fusões, aquisições e internacionalização, sendo uma instituição protagonista nas estratégias governamentais recentes. Sua importância no financiamento da política industrial e de desenvolvimento pode ser vista pelo volume de seus empréstimos, que ultrapassaram o do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e do Banco Mundial nos anos recentes.

O baixo fornecimento de crédito de longo prazo para investimentos por parte dos bancos privados é explicado por Almeida, Lima-de-Oliveira e Schneider (2014) como sendo uma consequência do enorme mercado de títulos públicos com vencimento de curto prazo do Tesouro, cujo risco insignificante e boa rentabilidade o tornam mais atraente que os investimentos produtivos de longo prazo. Soma-se a isso, os brasileiros não costumam colocar suas poupanças em ativos financeiros de longo prazo, o que significa que os bancos privados não têm recursos para crédito nesta modalidade.

Portanto, segundo Almeida, Lima-de-Oliveira e Schneider (2014, p. 13), o argumento básico em favor de um papel ativo para o BNDES é:

A existência de um banco de desenvolvimento estatal, com recursos para investimento de longo prazo por meio de apoio fiscal, é um importante

instrumento para suprir, a baixo custo, crédito de longo prazo para o setor privado. Em países onde os mercados de capitais são imperfeitos, os bancos estatais de desenvolvimento podem ser atores importantes no fornecimento de capital de longo prazo para o setor privado e no financiamento de grandes projetos de infraestrutura que poderiam ficar sem recursos apesar de elevados retornos sociais.

A despeito da existência de algumas críticas em relação à política do BNDES de investir com mais intensidade em grandes empresas após 2008, em que a imprensa e acadêmicos brasileiros se perguntavam se o banco voltou com a política dos anos 1970, quando apoiou a construção de novos setores industriais no II PND, Almeida, Lima-de-Oliveira e Schneider (2014) explicam que o modo de atuação da instituição financeira é diferente. Nesse período, o Banco visava a operar minimizando riscos, além de ter que obedecer a um conjunto de controles legais imposto à empresas estatais. Os financiamentos do BNDES na última década – tanto empréstimos quanto investimentos (aquisição de ações) –, principalmente no período entre 2008 e 2014, foram voltados a grandes empresas em setores nos quais o Brasil possui vantagens comparativas (mineração, carne, petróleo, papel e celulose etc.), a fim de consolidar as empresas em uma posição dominante nos mercados locais e globais, acabando por deixar de lado a ideia de diversificação e de investimentos em produtos intensivos em tecnologia. Além disso, empresas já consolidadas possuem acesso ao mercado de capitais privados, em que poderiam obter recursos para novos investimentos futuramente, enquanto ao se investir em empresas novas em setores não estabelecidos o risco de não haver sucesso é maior e a empresa poderia ficar sem opções de novos financiamentos.

3.1 A BNDESPar

O BNDES possui uma subsidiária de participações acionárias, a BNDES Participações (BNDESPar), cujo objetivo é, segundo Coutinho (2017), capitalizar empresas nacionais, fortalecer o mercado de capitais e administrar carteiras de valores mobiliários com perspectiva de longo prazo. Países como Alemanha, França, Japão, Coreia e China, além do Banco Mundial e do BID possuem empresas similares em operação.

A BNDESPar gerou R\$ 23,8 bilhões de lucro para o BNDES de 2007 a 2014, e possui como ponto positivo o fato de não depender de aportes do Tesouro para operar. Em 2011, o valor de mercado da carteira da subsidiária alcançou R\$ 100,8

bilhões, dos quais cerca de R\$ 87 bilhões referem-se à carteira de ações e derivativos, R\$ 11,7 bilhões em debêntures e R\$ 2,1 bilhões em cotas de fundos de investimento. A carteira, bastante diversificada de forma a reduzir riscos, era composta por títulos de emissão de 188 empresas (incluindo ações em 154 empresas) e de 38 fundos, com valores concentrados principalmente nos setores de petróleo e gás, mineração, energia elétrica, alimentos, papel/celulose e telecomunicações. Em 2016, tinha investimentos em 23 setores e mais de 280 empresas (COUTINHO, 2017; SILVA; ZORMAN, 2012).

No final de 2002, o Sistema BNDES lançou o Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa (PIAPGC), que oferecia condições melhores de financiamento a clientes que adotassem melhores práticas de governança corporativa. As empresas participantes do programa recebiam um bônus de governança corporativa de acordo com os resultados alcançados, que poderia ser maior participação do BNDES no valor total do investimento, redução do custo financeiro e/ou ampliação do prazo de pagamento (SILVA; ZORMAN, 2012).

Lazzarini e Musacchio (2011) concluíram que a participação minoritária do BNDES no capital das empresas tem relação positiva com o retorno sobre ativos e investimentos em ativos fixos, além de haver um aumento dos investimentos de longo prazo nas empresas e maior proteção dos acionistas minoritários do que em outras empresas. Porém, tal efeito positivo é reduzido consideravelmente em empresas estatais. No trabalho foi usada uma amostra de 296 ações de empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 1995-2003.

O trabalho de Silva e Zorman (2012) indicou que a presença do BNDES como acionista é positivamente relacionada com a governança da empresa, concluindo que as empresas investidas pelo BNDES possuem melhores práticas no que se refere à ética e conflito de interesses, maior transparência e divulgação, e concedem mais direitos aos acionistas minoritários. As práticas de governança foram examinadas comparando a carteira de ações detidas pelo BNDES com as demais ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA de 2002 a 2009, totalizando 639 empresas, sendo 117 investidas pelo BNDES.

3.2 O papel anticíclico do BNDES

A crise econômica global de 2007-2008 evidenciou um papel até então pouco explorado dos bancos públicos brasileiros. O Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal e, principalmente o BNDES foram primordiais na atuação para redução dos efeitos da crise na economia brasileira, exercendo um importante papel estabilizador no mercado de crédito nacional ao garantir acesso ao crédito às empresas em momentos de liquidez escassa.

O modo de atuação anticíclico do BNDES consiste na expansão de operações e ampliação da participação relativa em momentos de baixa liquidez e redução da participação quando o mercado privado de crédito está em expansão, deixando a cargo das instituições privadas o atendimento da demanda crescente por crédito nos momentos positivos da economia. Por exemplo, entre o final de 2004 e meados de 2008, período em que o crédito bancário teve grande crescimento, a participação do BNDES no crédito total caiu de 22% para 16%. O gráfico 2 mostra a trajetória da participação do BNDES no total do crédito, sendo crescente nos períodos de instabilidade de 1999-2002 e após 2008.

GRÁFICO 2 – PARTICIPAÇÃO DO BNDES NO TOTAL DE CRÉDITO CONCEDIDO



Fonte: Banco Central, apud Cardoso (2014, p. 84).

Conforme mostra a Tabela 1, em 2008, os bancos públicos tiveram um salto na taxa de crescimento das operações de crédito em relação à trajetória dos anos

anteriores: foi de 19% para 40%, o que representou quase o dobro da média de crescimento do período de 2004 a 2008, de 22%. Tal comportamento foi primordial para a manutenção da trajetória de crescimento do crédito doméstico, uma vez que as instituições privadas se restringiram por causa da crise financeira: a taxa de crescimento das operações de crédito dos bancos privados caiu de 33% em 2007 para 27% em 2008, enquanto a contribuição ao crescimento das operações de crédito em geral caiu de 75,3% para 56,8% nesse período (SANT'ANNA; BORÇA JUNIOR; ARAUJO, 2009).

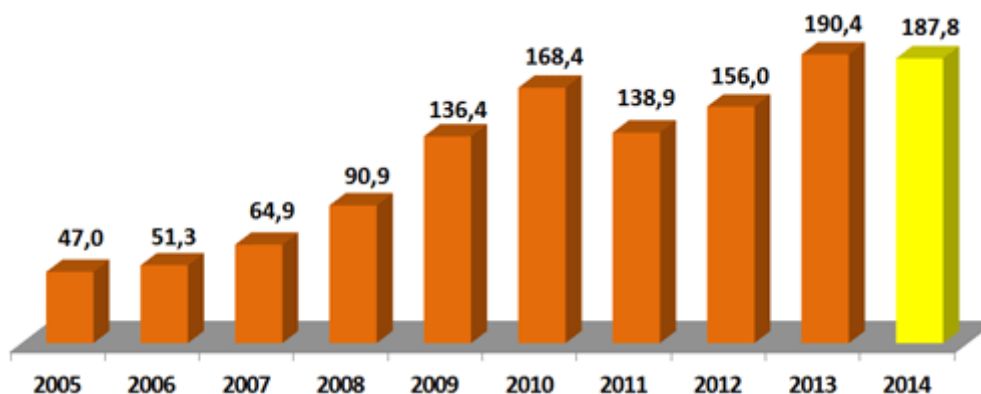
Os desembolsos do BNDES aumentaram significativamente em 2005-2009, inicialmente acompanhando o crescimento da demanda por crédito devido à intensa atividade econômica, com forte taxa de crescimento do PIB de 2005 a 2008 (média de 4,58%), o que indica que o aumento dos desembolsos até 2007 foi apenas consequência do crescimento do mercado de crédito, sendo que nesse período houve grande expansão do crédito privado. Todavia, como pode ser visto no Gráfico 3, a partir de 2008, ao desempenhar o papel anticíclico, fundamental para evitar contrações maiores em decisões de planejamento em curso e mais efeitos negativos da crise financeira internacional por motivos de escassez de financiamento, o banco teve um grande crescimento dos desembolsos e também uma maior participação no mercado de crédito: os desembolsos cresceram 40% de 2007 para 2008 e 50% de 2008 para 2009.

TABELA 1 - TAXA DE CRESCIMENTO DA OPERAÇÕES DE CRÉDITO: BANCOS PÚBLICOS E PRIVADOS

	TAXA DE CRESCIMENTO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO (Em %)		CONTRIBUIÇÃO AO CRESCIMENTO (Em %)	
	Bancos Públicos	Bancos Privados	Bancos Públicos	Bancos Privados
2004	15,0	22,0	31,6	68,4
2005	16,0	25,0	28,7	71,3
2006	20,0	21,0	36,1	63,9
2007	19,0	33,0	24,7	75,3
2008	40,0	27,0	43,2	56,8
Média	22,0	25,6	32,9	67,1

Fonte: Banco Central, apud Sant'anna, Borça Junior e Araujo (2009, p.51).

GRÁFICO 3 - EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES (R\$ BILHÕES)



Fonte: BNDES.

Esse aumento abrupto dos empréstimos concedidos pelo BNDES causou uma necessidade de recursos maior do que o suportado apenas por suas fontes tradicionais de financiamento, principalmente o FAT. Desse modo, os recursos captados pelo banco junto ao Tesouro Nacional passaram de 6% para 50% do total captado. Tal dependência dos aportes do Tesouro explicitaram a baixa elasticidade do FAT frente ao forte crescimento da demanda por empréstimos do BNDES por parte das empresas (TORRES FILHO; COSTA, 2013).

Torres Filho e Macahyba (2012) explicam que o mecanismo utilizado para ajudar as empresas na crise de 2008 consistiu em privilegiar a captação junto ao mercado financeiro doméstico, com o BNDES se sujeitando às condições de liquidez, de taxas e de prazos.

Ainda de acordo com Torres Filho e Macahyba (2012, p. 32):

A ponte entre os dois subsistemas – o mercado e o BNDES – foi então realizada por meio da emissão de dívida pública, apoiada na profundidade que esse segmento adquiriu nos últimos anos, e, no momento seguinte, do repasse desses recursos ao banco de desenvolvimento por meio de empréstimos de longa duração. A compatibilização entre os prazos e as taxas praticados pelo mercado e os do BNDES foi realizada no interior do balanço da União. Desse ponto de vista, a solução adotada se aproxima mais dos mecanismos voluntários de direcionamento de crédito adotados em todo o mundo, baseados em recursos captados junto ao mercado a partir de incentivos dos Tesouros Nacionais do que dos mecanismos fiscais e parafiscais adotados no passado.

Nesse mesmo trabalho, os autores acreditam em uma trajetória mais convergente entre o BNDES e o mercado, de modo que o segmento de títulos de dívida privada adquira maior tamanho e importância e, assim, a dependência em relação ao Tesouro Nacional possa diminuir. Porém, ressaltam que para isso ocorrer as taxas de juros praticadas no país devem diminuir, aproximando-se das praticadas nos países de economia mais estável. Portanto, apesar de o crédito de longo prazo continuar a ser operado de forma bancária e direcionada, é considerado que houve avanços no mercado financeiro após a crise de 2008 e que seria possível, no futuro, a construção de mecanismos inovadores e mais permanentes entre o mercado de capitais e o de crédito de longo prazo.

4 CRÍTICAS À ATUAÇÃO DO BNDES NA ECONOMIA

A atuação dos bancos públicos na economia é um ponto de controvérsia entre os estudiosos do assunto. Como foi visto, existem pontos considerados benéficos para a economia e seus agentes por vários autores em relação à operação dos bancos públicos. Já outros consideram esse modo de intervenção do Estado prejudicial à economia do país.

Um dos pontos de grande preocupação por parte dos críticos é o impacto dos empréstimos concedidos pelo BNDES na dívida pública. Isto ocorre porque o Tesouro Nacional arca com diferença entre a taxa de juros da captação dos recursos – a Selic – e a taxa de juros praticada nos empréstimos pelo BNDES – a TJLP, sendo esse custo chamando de subsídio implícito ou creditício. Segundo o Ministério da Fazenda, os subsídios implícitos custaram R\$ 240 bilhões (valores corrigidos pela inflação) para o Tesouro entre 2007 e 2016. O alto custo serve como argumento a favor da implementação da TLP, que reflete melhor as condições de mercado ao ser equivalente ao custo de captação do governo, em substituição a TJLP, de modo a acabar com esse tipo de subsídio pago pela União.

Críticos do subsídio implícito, como Ellery (2017), afirmam que esse instrumento é de natureza que vai contra preceitos democráticos, uma vez que permite que o BNDES realize gastos em montantes elevados sem a necessidade de serem autorizados pelo Congresso Nacional e, logo, ficam fora do Orçamento Anual e do controle das metas fiscais.

O Tesouro Nacional passou a ser a principal fonte de recursos do BNDES a partir de 2010, devido ao já mencionado aumento do volume de desembolsos do Banco, e em 2017 corresponde por 51,2% do passivo total. Apesar de os aportes do Tesouro terem evoluído de patamar somente depois da crise de 2008, Torres Filho e Macahyba (2012) afirmam que na realidade esse fato é uma resposta de natureza estrutural, visto que o Brasil atravessou a partir de 2006 o mais longo e intenso ciclo de investimento em mais de 30 anos, isso após um longo período de baixo crescimento. Esse ciclo gerou um aumento da demanda pelos recursos do BNDES acima do crescimento do PIB, ao passo que os Fundos Institucionais já se mostravam insuficientes para atender a esse crescimento de demanda, porém, as fontes de recursos do Banco não foram revisadas, sendo praticamente as mesmas desde os anos 1970.

Outro tipo de crítica está associado aos elevados desembolsos do BNDES nos últimos anos. As obrigações do BNDES com o Tesouro totalizavam R\$ 452,7 bilhões em junho de 2017. O maior problema explicitado nas críticas foi a transformação de uma política anticíclica, usada para recuperar a economia após a crise internacional de 2008, em uma política permanente e de alto custo fiscal, especialmente com as altas taxas de juros praticadas nos anos recentes para conter a inflação elevada, o que refletia na taxa de captação do Tesouro Nacional, aumentando o custo dos subsídios creditícios, os quais, juntamente aos subsídios explícitos, criam distorções na economia.

Almeida, Lima-de-Oliveira e Schneider (2014) apresentam críticas à fracassada política de promover “campeãs nacionais” do BNDES, usando como exemplo os empréstimos controversos realizados no setor de frigoríficos em 2008 e 2009. Na época, a crise internacional foi vista como uma oportunidade de ajudar as empresas brasileiras a comprarem concorrentes no exterior, e assim criar empresas fortes no mercado externo. A JBS/Friboi foi um bom exemplo da controvérsia dessa estratégia, em que o Banco emprestou e investiu, através da compra de ações pela BNDESPar altos valores na empresa (mais de US\$ 5 bilhões), passando a deter 30% desta. Todavia, não ficou claro como essa estratégia se inseria na política industrial brasileira, não sendo claro, também, como isso poderia beneficiar outros além dos acionistas da empresa, uma vez que os principais obstáculos considerados para o desenvolvimento do setor de carnes no Brasil estavam relacionados às tarifas e barreiras comerciais, exigências sanitárias e sociais impostas pelos importadores, saúde animal e infraestrutura deficiente. Como consequência, mais de 1500 pecuaristas do estado do Mato Grosso, através da Associação dos Criadores de Mato Grosso, recorreram ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) contra a concentração do setor de carnes, além de reclamarem com o BNDES por causa da redução dos lucros dos pecuaristas causada pela concentração de mercado patrocinada pelo Banco.

Além disso, o Tribunal de Contas da União (TCU), após auditoria em 2017, conclui que o BNDES pagou indevidamente 20% a mais do preço justo pelas ações da JBS em 2008, na operação com objetivo de capitalizar a empresa para compra de empresas americanas do setor de carne e frigoríficos. Outras empresas apoiadas pela política de campeãs nacionais que fracassaram e causaram polêmica foram o

conglomerado de Eike Batista, a OGX e a Oi, a qual possui dívidas que totalizam R\$ 65 bilhões.

Além das críticas geradas por ações controversas e, em alguns casos, pouco transparentes por parte do BNDES, existem também outras críticas sobre alguns efeitos da ação dos bancos públicos na economia, como o efeito *crowding out*, o fraco efeito dos empréstimos no desempenho das empresas tomadoras e o uso político de bancos públicos.

4.1 O efeito *crowding out* e a limitação do desenvolvimento do mercado de títulos corporativos

O efeito *crowding out* pode ser resumido como a redução do investimento privado devido a uma política fiscal expansionista por parte do governo, a qual causa um aumento da taxa de juros. Nesse caso, ocorre um deslocamento das operações de crédito do segmento livre para as linhas do BNDES.

Alguns estudos buscaram evidências empíricas da ocorrência desse efeito no mercado de crédito brasileiro, como Melo e Rodrigues Júnior (1998), que verificaram a predominância do efeito *crowding out* do investimento governamental sobre o investimento privado em análise do período de 1970 a 1995 através de um modelo VEC. Os resultados apontaram que os investimentos públicos deslocam cerca de um terço dos investimentos privados no curto prazo. Segundo os autores, isso pode ser parcialmente explicado devido à redução da capacidade do governo brasileiro de realizar investimentos em infraestrutura que pudessem elevar a produtividade global da economia do país no período analisado, o que atrairia mais investimento privado. Dito isso, o que predominou foi o efeito negativo do investimento público, causado pela elevação da taxa de juros e/ou acirramento da competição por recursos reais limitados.

No Brasil, o fraco desempenho do mercado de títulos corporativos contrasta com o consolidado mercado de crédito bancário e outros mercados doméstico de títulos e valores mobiliários. Torres Filho e Macahyba (2012) atribuem grande parcela de culpa pelo menor desenvolvimento do mercado de títulos corporativos às elevadas taxas de juros historicamente praticadas no país, que aliadas à grande atratividade dos títulos públicos, com significativa liquidez e indexados à Selic, tiram espaço do mercado de capitais.

Frente a essa situação, o incentivo às empresas não financeiras para emitir papéis de dívida de longo prazo é bastante limitado, uma vez que para concorrerem com o governo e com os bancos, teriam que se posicionar de forma desconfortável, oferecendo condições demasiadamente onerosas, especialmente com títulos de longo prazo. Adiciona-se a isso a baixa previsibilidade da economia brasileira, cuja taxa de juros se movimenta com frequência em resposta às pressões inflacionárias (TORRES FILHO; COSTA, 2013).

Em 2011, apenas cerca de 10% dos recursos utilizados pelas empresas brasileiras para o financiamento de projetos de longa maturação tiveram origem no mercado de capitais. Quase metade dos investimentos das empresas tiveram como origem o capital próprio, enquanto o crédito direcionado, em sua maioria operado pelo BNDES, teve participação em cerca de um terço do total. Os títulos privados emitidos são em sua maioria de origem bancária, correspondendo, em 2011, por aproximadamente 60% do total dessa categoria, devido ao grande volume de letras financeiras. As debêntures nesse ano representaram cerca de 25% do total dos títulos privados, apresentando uma redução da participação nesse mercado, enquanto outros títulos de renda fixa apresentaram alta, como, por exemplo, os instrumentos de cessão de crédito - originados basicamente a partir de operações com o setor agrícola e imobiliário - que alcançaram 12% do total dos papéis privados (TORRES FILHO; MACAHYBA, 2013).

Ainda segundo Torres Filho e Macahyba (2012):

As perspectivas no tocante ao comportamento do crédito bancário de longo prazo eram, por sua vez, de que, embora tivesse sido fundamental a ação anticíclica dos bancos públicos ao ampliarem a oferta de crédito no período de enxugamento da liquidez, a continuidade desse esforço não se mostraria sustentável no longo prazo. Haveria fortes limitações decorrentes das magnitudes envolvidas, tanto por causa da regulação prudencial, quanto das dificuldades em se mobilizar os canais tradicionais de captação dessas instituições ou mesmo por meio da realização de novas operações capitalização do Tesouro Nacional, como vinha ocorrendo no caso do BNDES.

O desenvolvimento experimentado pelo mercado de capitais não se deu de forma uniforme entre o segmento de ações e o de dívida, sendo o dinamismo do segmento de títulos corporativos muito inferior, falhando em acompanhar o de ações.

Torres Filho e Costa (2013) afirmam que o mercado de debêntures apresenta fortes características de dominância pelo crédito bancário, sendo que até 2011 percebe-se que a maior parte das emissões é continuação das operações de crédito

de curto prazo dos bancos comerciais. Em comparação com o mercado internacional e o restante do mercado doméstico, o mercado de títulos corporativos no Brasil apresenta um atraso histórico diante de ambos.

Nos anos recentes, o mercado de títulos corporativos vem se desenvolvendo com mais força no país, graças aos incentivos fiscais instituídos pela Lei 12.431/11, que visa a beneficiar investidores que viessem a adquirir debêntures. Essa lei beneficia apenas as debêntures do setor de infraestrutura, de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação e com prazo médio superior a 4 anos, sendo estas chamadas de Debêntures Incentivadas, e constituem um mecanismo de *funding* de longo prazo alternativo às fontes tradicionais de financiamento para os projetos de setores considerados prioritários pelo governo.

De acordo com dados da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAG), de 2012 a 2018 foram emitidas 123 debêntures, com um volume total de R\$ 28,6 bilhões, sendo 49 debêntures no volume total de R\$ 9,1 bilhões só em 2017, comparado com 22 emissões totalizando R\$ 4,4 bilhões em 2016. O setor de energia foi responsável por 80% do volume das emissões em 2017.

4.2 O uso político do BNDES

Apesar de o BNDES possuir uma notável independência de gestão e operação, ainda assim não escapa de ser usado para fins considerados questionáveis. O uso da capacidade do Banco para “aliviar” a má administração pública, tanto de empresas estatais como em governos estaduais gerou críticas.

Decisões tomadas pelo governo federal após 2008 tornaram o relacionamento do BNDES com as estatais Petrobras e Eletrobras mais estreito, com tratamento diferenciado para estas empresas, o que não ocorria antes. O mecanismo usado pelo governo foi a Resolução nº 3.615 de 30/09/2008 do Conselho Monetário Nacional (CMV), que exclui do limite de exposição ao setor público os empréstimos à Petrobras (ALMEIDA, 2014).

Segundo Almeida, Lima-de-Oliveira e Schneider (2014):

Em 2006, por exemplo, o saldo dos empréstimos do BNDES para a Petrobras era de US\$ 3,8 bilhões e os investimentos do BNDESPar na Petrobras totalizaram US\$ 500 milhões – 7,6% do capital social da Petrobras. Em 2011, o saldo dos empréstimos do BNDES para a Petrobras havia crescido para US\$ 20,4 bilhões, e os investimentos do BNDESPar na empresa aumentaram para US\$ 16,3 bilhões – ou 11,6% do capital social da Petrobras.

Além disso, em 2010, uma operação aprovada pelo Congresso Nacional permitiu que o BNDES e a Petrobras gerassem receita primária para o Tesouro Nacional no valor de R\$ 25 bilhões. Com a Eletrobras, o BNDES foi usado para comprar dividendos que o Tesouro tinha a receber da primeira, no valor de R\$ 3,5 bilhões em 2009 e R\$ 1,4 bilhão em 2010. Enquanto em 2013 a estatal usou R\$ 2,55 bilhões para pagar dividendos ao Tesouro Nacional (ALMEIDA 2014).

Em relação aos empréstimos aos governos estaduais, nota-se um grande salto nos montantes tomados pelos estados após 2011. Em 2011, não havia nenhum governo estadual entre os 20 maiores tomadores de empréstimos do BNDES, ao passo que no início de 2015 sete dos dez maiores tomadores eram Estados da Federação. O aumento da dívida dos estados é consequência de uma tentativa mal sucedida do governo Dilma Rousseff de reaquecer a economia, em que Guido Mantega – ministro da Fazenda na época - aumentou o limite de endividamento permitido aos estados e o BNDES facilitou a concessão do grande volume de crédito, em um momento em que a arrecadação dos estados estava em forte queda (ÉPOCA, 2017). Em dezembro de 2017, o BNDES renegociou um total de R\$ 7,8 bilhões em dívidas com 13 estados, com prorrogação de 10 anos do pagamento, incluindo um período de carência de 4 anos (BNDES, 2017).

4.3 O baixo efeito dos empréstimos do BNDES no desempenho e decisões de investimento das empresas

Lazzarini et al. (2015) analisaram os efeitos dos empréstimos e investimentos do BNDES entre 2002 e 2009, concluindo que as empresas analisadas beneficiadas com tais empréstimos subsidiados não mostraram melhoria de desempenho ou mudança nas decisões de investimento, exibindo apenas redução de despesas financeiras devidos aos subsídios. Segundo a análise do estudo, conexões políticas facilitam a obtenção de empréstimos subsidiados, porém, ao contrário do que outros autores pensam, isso não atrai apenas empresas de baixo desempenho, que se aproveitariam de suas conexões políticas para conseguir os empréstimos do BNDES, mas sim empresas consolidadas e que conseguiriam financiar seus projetos por meio de outras fontes de capital, já que todas as firmas, não importando a qualidade de

seus projetos, possuem incentivos para tentar empréstimos do BNDES e reduzir despesas.

Segundo o relatório de administração do BNDES de 2013, 60% dos empréstimos da instituição foram feitos a empresas com receita anual superior a US\$ 130 milhões, sendo apenas 0,3% considerados de médio ou alto risco, enquanto os bancos privados possuem 8,2% e os outros bancos públicos 5,2% nessa categoria. Ainda segundo o estudo de Lazzarini et al. (2015), apesar da redução de risco de inadimplência, isso se apresenta como um problema para o desenvolvimento do mercado privado de crédito de longo prazo no Brasil, visto que, ao ofertar empréstimos subsidiados para as grandes empresas e, portanto, de baixo risco, o BNDES deixa para o mercado privado apenas as empresas de risco mais elevado, o que inibe o crescimento desse mercado.

Em economias com significativa escassez de capital, que é o caso do Brasil, os bancos de desenvolvimento podem aliviar tal escassez e promover a atividade empresarial, ajudando a acelerar o desenvolvimento de novos setores industriais e melhorar os existentes. Portanto, o esperado seria ver as empresas tomadoras de empréstimos subsidiados apresentando maior lucratividade e/ou mais capital investido, o que ajudaria também na criação de empregos. Todavia, esse não foi o resultado encontrado pelo estudo de Lazzarini et al. (2015).

5 CONCLUSÃO

Como visto, os bancos públicos têm papel importante no financiamento de projetos de investimento em países com baixo desenvolvimento do mercado de capitais. No Brasil, faltam mecanismos de financiamento de longo prazo, um problema histórico e conhecido na economia do País, que, apesar da sua notoriedade, ainda não foi resolvido.

Em todo o processo de evolução do Sistema Financeiro Nacional não houve sucesso nas tentativas de desenvolvimento de instrumentos privados de financiamento de longo prazo. Ao passo que o mercado bancário brasileiro é bem desenvolvido e consolidado, o setor de operações de longo prazo se apresenta amplamente dominado pelos grandes bancos públicos, com o BNDES desempenhando papel crucial para o desenvolvimento da infraestrutura do país ao emprestar grandes volumes às empresas para investimento em projetos de longa maturação.

A enorme participação relativa do BNDES nos empréstimos de longo prazo revela a dependência do crédito público por parte das empresas nesse segmento, especialmente em períodos de crise, quando o Banco aumenta sua participação para manter o acesso ao crédito em momentos de baixa liquidez. Além desse papel anticíclico, o BNDES se mostra importante no sentido de garantir o investimento em setores estratégicos e novos setores, em que o setor privado evita atuar em razão de incertezas e dificuldade de mensuração de riscos envolvidos em operações de longo prazo.

Apesar da atuação positiva do BNDES, a manutenção dos grandes desembolsos mostrou também ser prejudicial à economia do país. A grande quantidade de recursos públicos utilizada para os empréstimos subsidiados afeta as contas públicas negativamente, sendo o Tesouro Nacional a fonte de tais recursos. Esperava-se que o Banco reduzisse o volume de empréstimos subsidiados após os efeitos da Crise de 2008 se exaurissem, o que não ocorreu, configurando gastos considerados de caráter duvidoso para alguns autores, no sentido de sua necessidade e escolha de alocação.

Ao passo que os desembolsos do BNDES se tornaram cada vez mais abundantes nos últimos anos, especialmente entre o final da década passada e meados desta década, o mercado de títulos privados de longo prazo, por sua vez, não

conseguiu mudar de patamar em relação à participação nos empréstimos nesse período. O que é atribuído, entre outras razões, à atuação dominante do BNDES com os empréstimos com juros subsidiados. A emissão de debêntures está sendo incentivada pelo governo, mas ainda são necessárias mudanças para o financiamento privado configurar um mecanismo mais relevante no cenário brasileiro. Importante destacar que a trajetória recente de queda da taxa básica de juros constitui um fator positivo para o mercado de títulos privados, além da atuação mais contida do BNDES com o objetivo de reduzir as despesas públicas para diminuição do déficit fiscal.

Apesar de autores considerarem que a atuação do BNDES inibe o crescimento do mercado de títulos privados, outras condições da economia brasileira também influenciam nesse diagnóstico, uma vez que não houve um bom desenvolvimento desse segmento em períodos em que a influência do BNDES foi menor. O que é usado como argumento a favor da atuação desse Banco de Desenvolvimento por alguns autores.

Segundo a AMBIMA, em 2016 o mercado de capitais financiou 17% dos projetos de longo prazo, sendo que em 2015 esse índice era de apenas 3,8%. As debêntures incentivadas foram destaque, somando R\$ 1,9 bilhão no ano, de um total de R\$ 4,4 bilhões. Em 2017 esse número subiu para R\$ 9,1 bilhões.

Para Torres Filho e Costa (2013), em um cenário em que o mercado de títulos corporativos de longo prazo se torne realidade, o papel dos bancos no desenvolvimento e na operação desse mercado será primordial, sendo compradores e distribuidores de debêntures, assim como ocorre no resto do mundo. Em tal conjuntura, o BNDES também deverá se adequar às novas condições de concorrência e atuar de modo diferente, também como um importante originador de operações com títulos de dívida das empresas não financeiras.

Um importante fator de mudança na atuação do BNDES é a implementação da TLP em 2018. Ao convergir gradualmente para a taxa de juros de mercado, ela eliminará os subsídios implícitos, onerosos ao Tesouro Nacional, que, por seu turno, elimina um motivo de endividamento. A preocupação em relação à adoção dessa taxa é sobre os níveis de investimento, uma vez que o crédito terá um maior custo para os empresários em um momento de fraca atividade econômica.

6 REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. **O “S” do BNDES é de social ou é de setor público?** 31 jan. 2014. Disponível em: <https://mansueto.wordpress.com/tag/bndes>. Acesso em: 10 mar. 2018.

ALMEIDA, M.; LIMA-DE-OLIVEIRA, R.; SCHNEIDER, B.R. **Política industrial e empresas estatais no Brasil: BNDES e Petrobras**. Brasília: Ipea, 2014. (Texto para Discussão, n. 2.013).

ANDRADE, J.P. **Evolução da Regulação Prudencial no Contexto dos Acordos de Basileia**. 2013. 78f. Monografia – Faculdade de Ciências Econômicas da União Pioneira da Integração Social (UPIS), Brasília, 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/ifdata>. Acesso em: 26/11/2017.

BNDES. **BNDES completa renegociação das dívidas de 13 estados**. 22 dez. 2017. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-completa-renegociacao-das-dividas-de-13-estados>. Acesso em: 16 mar. 2018.

CAMARGO, P.O. **A evolução recente do setor bancário no Brasil**. São Paulo: Editora UNESP; São Paulo: Cultura Acadêmica, 2009.

CARDOSO, W. L. **O BNDES é contracíclico? Uma análise da instituição no período de 1999 a 2012**. 2014. 136 f. Dissertação (mestrado) – Universidade de São Paulo, Departamento de Economia, Ribeirão Preto, 2014.

COUTINHO, L.G. **A verdade sobre a BNDESPar**. São Paulo, 12 jun. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/opiniao/5000726/verdade-sobre-bndespar>. Acesso em: 25 nov. 2017.

DE PAULA, L. F. R. "Tamanho, Dimensão e Concentração do Sistema Bancário no Contexto de Alta e Baixa Inflação no Brasil". **Nova Economia**, v. 8, n. 1, p.87-116, jul./dez. 1998.

DE PAULA, L. F.; OREIRO, J.L.; BASILIO, F. A. C. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: o papel dos bancos públicos federais. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 473-520, set./dez. 2013.

ELLERY JUNIOR, R.G. **BNDES, Investimento e TLP**. Brasília, 13 jul. 2017. Disponível em: <http://rgellery.blogspot.com.br/2017/07/bndes-investimento-e-tlp.html>. Acesso em: 10 jan. 2018.

ÉPOCA. **Nossa opinião: o espectro do uso político do BNDES**. 23 jun. 2017. Disponível em: <https://epoca.globo.com/politica/noticia/2017/06/nossa-opinioao-o-espectro-do-uso-politico-do-bndes.html>. Acesso em 11 mar. 2018.

HERMANN, J. Financiamento de Longo Prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: João Sicsú, José Luís Oreiro, Luiz Fernando de Paula (orgs). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Rio de Janeiro: Manole, 2003. p. 241-293.

HERMANN, J. Desenvolvimento financeiro e concorrência privada: desafios para a funcionalidade macroeconômica dos bancos públicos. In: AMADO, M. A. et al. **Bancos públicos e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2010a. p. 233-257.

HERMANN, J. **O papel dos bancos públicos**. Brasília: CEPAL-IPEA, 2010b. (Texto para discussão, n. 015).

LAZZARINI, S.; MUSACCHIO, A. Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. **Harvard business school**, 2011.

LAZZARINI, S. G. *et al.* What Do Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002-2009. **World Development**, v. 66, p. 237-253, fev. 2015.

LIMA, I. S.; FERREIRA, D. Q. G. A participação estatal no sistema bancário brasileiro: uma análise do período 1996-2006. **Planejamento e Políticas Públicas**, n. 39, jul./dez. 2012.

MELO, G. M.; RODRIGUES JÚNIOR, W. **Determinantes do Investimento Privado no Brasil: 1970-1995**. Brasília: Ipea 1998. (Texto para Discussão, n. 605).

PRATES, D. M.; CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, v. 15, 2000.

SANT'ANNA, A.A.; BORÇA JUNIOR, G.R.; ARAUJO, P.Q. de. Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008). **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 31, p. 41-60, jun. 2009.

SILVA, A.L.C; ZORMAN, F.F.A. **Influência do BNDES na Governança das Empresas Brasileiras Listadas**. 2012. 37 f. Dissertação (mestrado) –Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, Rio de Janeiro, 2012.

TORRES FILHO, E. T.; BORÇA JÚNIOR, G.; NASCIMENTO, M. M. Autofinanciamento e BNDES sustentam o atual ciclo de investimentos no Brasil. **Visão do Desenvolvimento**, n. 51, ago. 2008.

TORRES FILHO, E.T.; COSTA, F.N da. **Financiamento de longo prazo no brasil: um mercado em transformação**. Rio de Janeiro: Ipea 2013. (Texto para Discussão, n. 1843).

TORRES FILHO, E. T.; MACAHYBA, L. **O elo perdido: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: avaliação e propostas**. São Paulo: Iedi-Instituto Talento, jun. 2012.

